



**L'actu des valeurs de l'économie numérique vue par Fabernovel**

## **Résultats financiers T4 et annuels d'Alphabet (Google)**

### **L'avis des analystes Fabernovel :**

#### ***"Une Croissance solide qui se maintient, des investissements en forte accélération"***

*Alphabet a publié hier soir des résultats du quatrième trimestre contrastés.*

*La croissance des revenus est restée solide et non impactée par les controverses sur l'éthique et des changements de réglementation sur la confidentialité des données.*

*Mais le groupe a déçu sur sa marge opérationnelle qui s'est contractée en raison de la poursuite de l'érosion tarifaire (recul des coûts par clic de 19% en T4), d'un effet mix (les nouvelles activités étant moins rentables que son activité historique du search) et d'une accélération des investissements dans des relais de croissance (infrastructures, 4399 recrutements réalisés en T4) qui restent encore de taille limitée par rapport à l'échelle du groupe (dont 80% des revenus sont encore issus de la publicité).*

*Avec une imposante trésorerie nette (105MdUSD), le groupe est attendu par certains analystes sur le front de la croissance externe où il a été moins dynamique que ses pairs ces dernières années. Notamment dans ses activités Cloud dans laquelle le groupe a du mal à rattraper son retard par rapport à Amazon et Microsoft et dont il vient de changer le dirigeant (Diane Greene ayant été remplacée en début d'année par Thomas Kurian, ancien d'Oracle).*

*L'action Alphabet pourrait réagir légèrement négativement à cette publication (baisse de 3% en après marché hier soir). Le titre se traite cependant des multiples abordables par rapport aux autres géants de la Tech et de la Publicité (18x le résultat d'exploitation 2019e, en ligne avec Facebook vs 62x pour Netflix, 48x pour Amazon, 32x pour Alibaba, 26x pour Twitter, 20x pour Baidu, 19x pour Microsoft).*

## Des résultats records mais contrastés

### Comparaison des résultats d'Alphabet, de la croissance et des attentes du consensus

	Q4 2018					FY 2018				
	Published	Q4 2017	% growth	Consensus	Difference (%)	Published	FY 2017	% growth	Consensus	Difference (%)
<b>Sales (\$bn)</b>	39,3	32,3	22%	38,9	1%	136,8	110,9	23%	136,4	0%
Google	39,1	31,9	23%	38,8	1%	136,2	109,7	24%	135,9	0%
Google advertising	32,6	27,2	20%	32,3	1%	116,3	95,4	22%	116,0	0%
Google other revenues	6,5	4,7	38%	6,5	0%	19,9	14,3	40%	19,9	0%
Other bets	0,2	0,4	-60%	0,1	7%	0,6	1,2	-51%	0,6	7%
<b>Operating Income (\$bn)</b>	8,2	7,7	7%	8,6	-5%	26,3	26,1	1%	27,7	-5%
Google	9,7	8,6	13%	9,9	-2%	36,5	32,9	11%	37,2	-2%
Other Bets	-1,3	-0,7	78%	-0,8	69%	-3,4	-3,4	0%	-2,1	61%
<b>Operating Margin</b>	21%	24%	-12%	22%	-6%	19%	24%	-18%	20%	-5%
Google	25%	27%	-8%	25%	-3%	27%	30%	-11%	27%	-2%
Other Bets	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Net Income (loss) (\$bn)</b>	8,9	-3,0	-	7,6	17%	30,7	12,7	143%	29,4	5%
<b>Diluted EPS (\$)</b>	12,77	-4,35	-394%	10,86	18%	43,70	18,00	143%	41,71	5%

Source: Factset

Alphabet a publié des résultats records mais contrastés. Ils reflètent une croissance en ralentissement mais qui reste solide (et spectaculaire en termes de chiffres absolus) et une dégradation de ses marges.

#### **Une croissance solide des revenus**

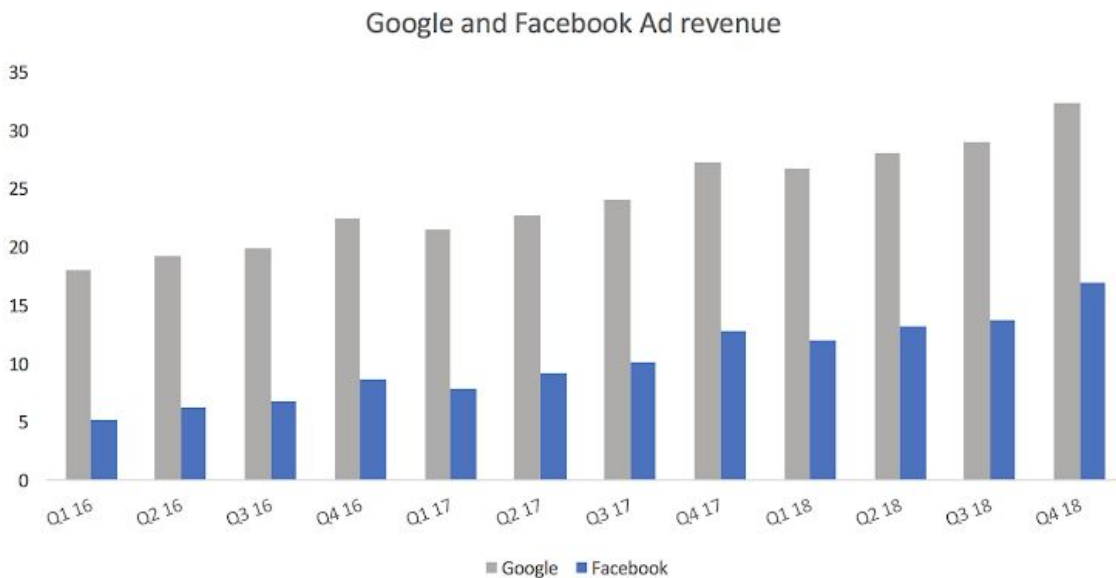
Les revenus, en hausse de 22% en T4 et de 23% sur l'année 2018, sont ressortis dans le haut de fourchette des attentes des analystes.

Les colossaux revenus publicitaires de Google (encore plus de 80% des revenus totaux du groupe) ont maintenu une croissance solide de 20% en T4 (22% sur l'année) et impressionnante en absolu notamment vu d'Europe : sur 2018 ils atteignent 116 MdUSD et ont crû de près de 21 MdUSD (soit près de 3 fois les revenus totaux d'un groupe comme RTL Group et 10 fois ceux du groupe TF1).

Google confirme sa dominance du marché publicitaire avec Facebook (qui a publié des revenus publicitaires de 56 MdUSD en 2018 en croissance de 37% soit 15 MdEUR). On notera qu'à date - pour Alphabet comme pour Facebook - les controverses sur l'éthique et les changements de réglementation sur la confidentialité des données n'ont pas eu d'impact sur l'activité publicitaire.

Le nombre de clics sur les publicités ont crû de 66% en T4, tirés par des tendances soutenues dans le *desktop search* et la forte croissance de la publicité mobile et du développement de la publicité sur Youtube. Ils compensent une érosion tarifaire (coût par clic en baisse de 29% sur laquelle nous revenons plus bas).

## Comparaison de l'évolution des revenus liés à la publicité sur Google et Facebook



Source: Google, Facebook

Les autres revenus de Google (qui intègrent Google Cloud, les activités de hardware) ont affiché une forte croissance (+38% en T4, +40% sur l'année 2018) pour atteindre près de 20MdUSD. Même si les revenus issus du Cloud ne sont pas communiqués, ils semblent toujours nettement inférieurs à ceux d'Amazon et Microsoft (25,6 MdUSD pour le cloud AWS et 32.3 MdUSD pour le segment cloud de Microsoft en 2018).

Les "other bets" (Fiber, Verily, Waymo...) restent encore peu significatifs à l'échelle du groupe avec des revenus de 600MUSD (en recul de 50%).

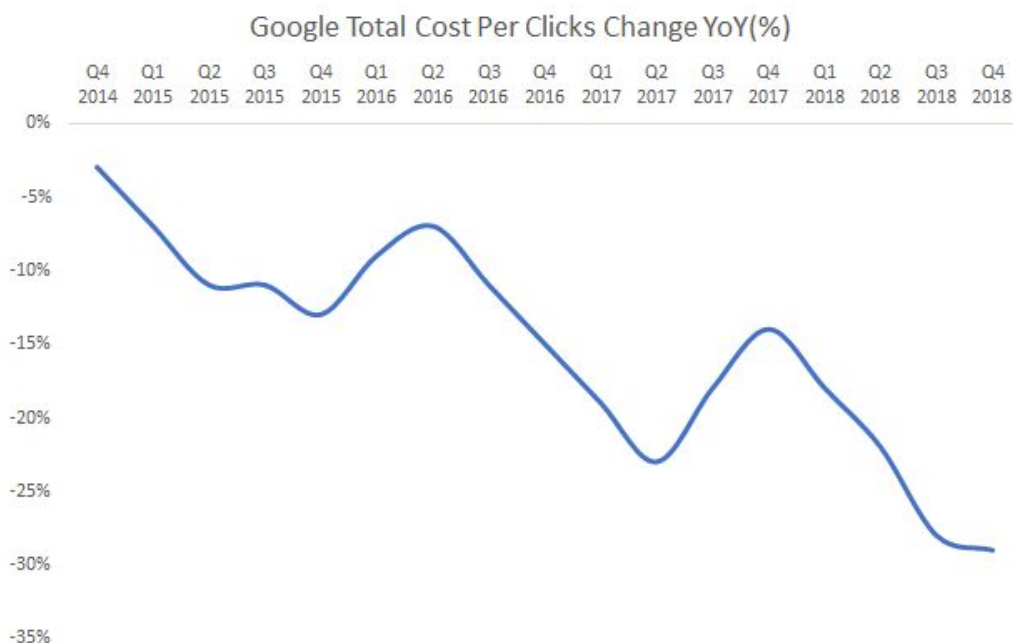
***Une accélération des investissements qui pèsent sur les marges et le cash flow disponible***

En croissance de 7% en T4 mais stable sur 2018 à 26,3MdUSD, le résultat d'exploitation (EBIT) d'Alphabet est ressorti environ 5% inférieur aux attentes. Sa marge opérationnelle, que les analystes scrutent avec attention, affiche ainsi un recul plus prononcé qu'anticipé de 500bp à 19% sur 2018 (-300bp à 21% en T4).

Reflétant tant une érosion de la marge opérationnelle de Google (-300bp sur l'année à 27%) que la maintien de pertes élevées pour les other bets (-3MdUSD stable par rapport à l'an passé), ce recul de la rentabilité s'explique par trois éléments :

- La poursuite d'une érosion tarifaire (recul des coûts par clic de 29% en T4 18 vs T4 17 et de 9% vs le T3 18),

## Evolution du coût par clic de Google par Trimestre en comparaison avec le même trimestre de l'année passée



Source: Google

- un effet mix (les nouvelles activités liées au mobile search, Cloud, hardware) étant moins rentable que son activité historique du search)
- une accélération des investissements dans des relais de croissance qui restent encore de taille limitée par rapport à l'échelle du groupe. Alphabet a ainsi investi, notamment dans les contenus pour Youtube (qui essaie de développer une offre premium d'abonnement) les infrastructures et le capital humain. Les effectifs ont crû d'environ 4399 personnes en T4 (18661 sur l'année) pour atteindre 98 771 personnes (soit un doublement en près de 5 ans) notamment pour les activités de R&D, Cloud et publicité).

## Evolution des performances des employés de Google sur 1 an

	Q4 2018		
	Published	Q4 2017	% growth
Number of employees	98711	80110	23%
Sales/employee (k\$)	398	403	-1%

Source: Google, estimations FABERNOVEL

- les coûts d'acquisitions du trafic (TAC) ont en revanche été maîtrisés. En ligne avec les attentes, ils affichent une inflation de 15% (inférieure à la croissance des revenus publicitaires pour la première fois en trois ans).

#### Détail du TAC (Traffic Acquisition Cost) par rapport au même trimestre 1 an auparavant

	Q4 2018		
	Published	Q4 2017	% growth
Total TAC (\$bn)	7.4	6.5	15%
as % of advertising revenues	23%	24%	-4%
TAC to Google Network Members	3.9	3.7	7%
TAC to distribution partners	3.5	2.8	26%

Source: Google

Le groupe a également fortement augmenté des investissements en capex (+64% à 7,1MdUSD en T4, environ un doublement à 25 MdUSD sur 2018) qui ont été alloués aux activités de Google. Les investissements dans les other Bets se sont réduits (181 MUSD en 2018 vs 493MUSD en 2017)

Cela a pesé sur le cash flow libre disponible (free cash flow) qui est ressorti à 23 MdUSD en 2018 (17% des revenus) 10% en dessous des attentes des analystes.

Alphabet a cependant largement les moyens d'investir. Sa trésorerie nette s'élève à fin 2018 à 105MdUSD.

#### **Pas de guidance sur 2019**

Comme à son habitude, Alphabet n'a pas communiqué d'indications ni d'objectifs sur ses perspectives du nouvel exercice 2019. Le consensus d'analystes anticipe une croissance des revenus de 19% à 163 MdUSD ainsi qu'une marge opérationnelle de 23% (soit une stagnation de la marge)

Lors du conference call, le CFO s'attend à un ralentissement significatif des investissements en capex ainsi que des recrutements sur 2019 .

Interrogé sur la stratégie de croissance externe, le CEO a indiqué que le groupe évalue en permanence des opportunités mais qu'il est très sélectif.

### **Les citations du management que nous retenons du call :**

*"The key drivers were first, content acquisition costs primarily for YouTube, mostly for our advertising-supported content in what is a seasonally strong quarter for YouTube, but also for our newer subscription businesses: YouTube Premium and YouTube TV which have higher TAC as a percentage of revenues. Second, cost associated with our data centers and other operations including depreciation. And third, hardware-related costs for our Made by Google and Nest family of products."*

*"Over the past year, the Google Assistant expanded from eight languages in 14 countries to nearly 30 languages in 80 countries. In that time, the number of active users has quadrupled."*

*"YouTube continues to invest in its thriving community of creators and build great features for its nearly two billion monthly login users."*

*"One of our newest tools Premiers is a breakout hit. Arianna Grande's premiere of her official music video for Thank You Next in November host that caught for biggest music video debut in YouTube history earning over 55 million views in its first day. We are driving revenue to the YouTube creator community from established channels to newly emerging ones. The number of YouTube channels with more than one million subscribers nearly doubled in the last year and the number of creators earning five or six figures grew by more than 40% year-over-year. "*

*"Google Cloud is a fast-growing multi-billion dollar business that supports major global 5000 companies in every important vertical with a robust enterprise organization. This was not the case just three years ago."*

*"We also ended the year with another milestone passing 5 million paying customers for our Cloud collaboration and productivity solution G Suite"*

*"We see significant ongoing potential to apply our machine-learning capabilities across our businesses. In our advertising business machine learning has enabled innovation and advertiser's ability to match consumer intent and to bid more effectively for improved ROI. It has also enhanced the ability of smaller businesses to benefit from advertising on our platforms. Machine learning is also driving differentiation for newer Google businesses like Cloud and Hardware as well central to a number of Other Bets most notably Waymo and Verily."*

*"We also launched the Google AI Impact Challenge to help non-profits find ways to use AI to solve social and environmental problems."*

*"So in terms of overall Google margins I think the main point you're seeing in the margins is we continue to see tremendous opportunity across Google. And so we're investing to support long-term revenue and earnings growth. (...) machine learning (...) is a key component of incremental investment, particularly in CapEx for our technical infrastructure to support the existing businesses, but also the newer ones and that's kind of flowing through here."*

*"And then, we're investing aggressively in our newer businesses within Google particularly Cloud and hardware.. So what you're seeing reflected through margins on the cost of revenue side is the impact of the product mix that we've talked about big part of that is the ongoing strength in YouTube. And then on the OpEx side investing in engineers in particular for Google and as well as on the sales and marketing side the increased head count to support not just ads, but in particular Cloud. "*

*"On capital allocation, our primary use continues to be to support organic growth in our businesses, followed by retaining flexibility for acquisitions."*

*"I think in response to the question on margins where we're investing and how we look at it we are very focused on investing to support long-term revenue and earnings growth. We're very mindful of the CapEx impacts on free cash flow and earnings growth. And so we're trying to get it right. Over investing, under investing neither of those works for long-term value reaction, but we are very mindful of the pace here and trying to lay out work with more specificity, how we're looking at the opportunity set where and making trade-offs where we can."*



### Une valorisation abordable par rapport aux géants de la Tech

En hausse d'environ 9% avant la publication d'hier depuis le début de l'année, l'action Alphabet reste dans la quatuor des quatre principales capitalisations mondiales (780 MdUSD) et en retrait de 10% par rapport à son plus haut historique de valorisation atteint en juillet dernier.

### Valorisation des 10 plus grosses capitalisations boursières mondiales

Company	Market Cap (\$bn)	Revenue (\$bn) 2019	EBIT margin 2019	EV/Sales 2019	EV/EBIT 2019	PE 2019
Amazon	798	276	6%	3.0x	48x	60x
Microsoft	789	124	33%	6.2x	19x	24x
Apple	785	256	25%	3.3x	13x	15x
<b>Alphabet</b>	<b>778</b>	<b>163</b>	<b>23%</b>	<b>4.3x</b>	<b>19x</b>	<b>24x</b>
Berkshire Hathaway	515	267	13%	1.9x	15x	20x
Facebook	476	69	37%	6.5x	18x	22x
Alibaba	432	76	18%	5.8x	32x	25x
Tencent	420	60	28%	7.2x	26x	31x
Johnson & Johnson	360	81	32%	4.6x	14x	15x
JPMorgan Chase	345	115	42%	7.9x	19x	10x
<b>Moyenne</b>			<b>26%</b>	<b>5.1x</b>	<b>22x</b>	<b>25x</b>
<b>Médiane</b>			<b>26%</b>	<b>5.2x</b>	<b>19x</b>	<b>23x</b>

Source: Factset

Alphabet se traite cependant des multiples abordables par rapport aux autres géants de la Tech et de la publicité (19x le résultat d'exploitation 2019e, en ligne avec Facebook vs 62x pour Netflix, 48x pour Amazon, 32x pour Alibaba, 26x pour Twitter, 20x pour Baidu, 19x pour Microsoft).

### Valorisation des plateformes dont la source principale de revenus est la publicité

	Market Cap (\$bn)	Revenue (\$bn) 2019	EBIT margin 2019	EV/Sales 2019	EV/EBIT 2019	PE 2019
Alphabet	775	163	23%	4.2x	18x	24x
Facebook	473	69	37%	6.4x	18x	22x
Baidu	60	18	16%	3.1x	20x	17x
Twitter	25	3	25%	6.6x	26x	38x
Snap	9	2	-	5.0x	-	-
<b>Moyenne</b>			<b>26%</b>	<b>5.3x</b>	<b>21x</b>	<b>26x</b>

Source: Factset

Alphabet bénéficie d'un consensus positif de la part des analystes financiers. 98% d'entre eux ont une recommandation positive, avec un objectif de cours moyen de 1346\$ (soit un capitalisation boursière de 923 MdUSD), ce qui représente un upside moyen de près de 19 % par rapport au cours de clôture d'hier soir (1134 USD soit une capitalisation boursière de 778 MdUSD).

**A propos de FABERNOVEL :**

Créé en 2003 par Stéphane Distinguin, FABERNOVEL est un groupe "*full-stack*" de conseil et de création de produits et de services numériques qui a accompagné depuis 15 ans de grands groupes internationaux dont plus de ¾ du CAC40 dans leur transformation culturelle et numérique et leur trajectoire d'innovation. FABERNOVEL compte aujourd'hui 450 talents sur 3 continents (Etats-Unis, Europe et Asie). Designers, ingénieurs, développeurs, data-scientists et analystes apportent convictions et solutions pour développer les activités de leurs clients et pour proposer à leurs utilisateurs, clients et collaborateurs des expériences simples, à la pointe des technologies, engageantes tout en restant respectueuses de leurs données personnelles.

**CONTACTS PRESSE**

[medias@fabernovel.com](mailto:medias@fabernovel.com)

**Joachim Martin**

T. +33 6 25 59 63 23

[joachim.martin@fabernovel.com](mailto:joachim.martin@fabernovel.com)